

Jurnal Akuntansi dan Keuangan

- 1 Over Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Saham dan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia
Nita Erika Ariani dan Nani Suryantina
- 9 Analisis Pengaruh Orientasi Profesional Terhadap Konflik Peran dengan Variabel Moderating; Partisipasi Penyusunan Anggaran dan Orientasi Tujuan Sistem pada Perguruan Tinggi Negeri di Banda Aceh
Rayyan Firdaus
- 25 Pengaruh Rasio Kecukupan Modal, Non Performing Loan dan Tingkat Likuiditas terhadap Profitabilitas Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Riha Dedi Priantana dan Zulfia
- 37 Pengaruh Arus Kas Terhadap Return Saham
Studi Kasus pada PT. Semen Gresik, TBK
Wahyuddin dan Santi Setiawaty
- 47 Pengaruh Arus Kas Bebas dan Pembayaran Dividen Kas Sebelumnya terhadap Dividen Kas yang Diterima oleh Pemegang Saham
Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Jen Surya
- 63 Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia
Pengujian Pecking Order Theory dan Static Trade-Off
Eddy Suranta, Pranata Puspa Madiastuty dan Minarti Megasari Tampubolon
- 79 Pengaruh Profesionalisme Aparatur terhadap Keefektifan Pelaksanaan Anggaran dalam Upaya Meningkatkan Kinerja Instansi pada Universitas Malikussaleh
Kamariah



Jurnal Akuntansi dan Keuangan

ISSN: 2301-4717

VOLUME 1, NOMOR 1, FEBRUARI 2011

HALAMAN 1 - 92

Terbit 2 kali dalam setahun pada setiap bulan Februari dan Agustus, berisi tulisan yang diangkat dari hasil-hasil penelitian maupun pemikiran bidang akuntansi dan atau keuangan yang relevan bagi pengembangan profesi dan praktek akuntansi di Indonesia

EDITORS

M. Haykal (Chief of Editor)
Hilmi (Managing Editor)
Muammar Khaddafi, Amru Usman
Hendra Raza, Mursyidah
Rita Mutia, Naz'aina
Iswadi, Yurina

REVIEWERS

Ade Fatma Lubis <i>Universitas Sumatera Utara</i>	Adi Zakaria Affif <i>Universitas Indonesia</i>
Erlina <i>Universitas Sumatera Utara</i>	Fachruzzaman <i>Universitas Bengkulu</i>
Julli Mursyida <i>Universitas Malikussaleh</i>	Islahuddin <i>Universitas Syiah Kuala</i>
Kamil Md. Idris <i>School of Accountancy UUM-Malaysia</i>	Murhaban <i>Universitas Malikussaleh</i>
Rini Indriani <i>Universitas Bengkulu</i>	Syukri Abdullah <i>Universitas Syiah Kuala</i>
TB. Ismail <i>Universitas Tirtayasa</i>	Wahyuddin <i>Universitas Malikussaleh</i>
Zaafri Husodo <i>Universitas Indonesia</i>	

EDITORIAL SECRETARY

Rayyan Firdaus
Harry Hassan Masyarafah
Kusnandar Zainuddin

EDITORIAL OFFICE

Gedung Jurusan Akuntansi FE-Unimal
Kampus Bukit Indah, Lhokseumawe
Telp/Fax. 0645-40210/0645-40211
Email: jak@fe-unimal.org

JURNAL AKUNTANSI DAN KEUANGAN diterbitkan sejak Februari 2011
Oleh Jurusan Akuntansi FE-Unimal

Redaksi menerima sumbangan tulisan yang belum pernah diterbitkan dalam media lain.
Naskah diketik rapi sesuai kebijakan editorial (lihat di halaman belakang jurnal)
di atas kertas HVS A4 spasi ganda dengan jumlah 30 - 40 halaman.
Naskah yang masuk akan dievaluasi dan disunting untuk keseragaman format.

Daftar Isi

Over Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Saham dan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia Nita Erika Ariani dan Nani Suryantina	1 - 8
Analisis Pengaruh Orientasi Profesional Terhadap Konflik Peran dengan Variabel Moderating: Partisipasi Penyusunan Anggaran Dan Orientasi Tujuan Sistem Pada Perguruan Tinggi Negeri Di Banda Aceh Rayyan Firdaus	9-23
Pengaruh Rasio Kecukupan Modal, Non Performing Loan, dan Tingkat Likuiditas terhadap Profitabilitas Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Riha Dedi Priantana dan Zulfia	25-36
Pengaruh Arus Kas Terhadap Return Saham <i>Studi Kasus pada PT. Semen Gresik, TBK</i> Wahyuddin dan Santi Setiawaty	37-45
Pengaruh Arus Kas Bebas dan Pembayaran Dividen Kas Sebelumnya terhadap Dividen Kas yang Diterima oleh Pemegang Saham <i>Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar di Bursa Efek Indonesia</i> Jen Surya	47-62
Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia <i>Pengujian Pecking Order Theory dan Static Trade-Off</i> Eddy Suranta, Pratana Puspa Midiastuty dan Minarti Megasari Tampubolon	63-78
Pengaruh Profesionalisme Aparatur Terhadap Keefektifan Pelaksanaan Anggaran dalam Upaya Meningkatkan Kinerja Instansi pada Universitas Malikussaleh Kamariah	79-92

PENENTUAN PERILAKU KEBIJAKAN STRUKTUR MODAL PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Pengujian Pecking Order Theory dan Static Trade-Off

EDDY SURANTA¹, PRATANA PUSPA MUDIASTUTY¹ DAN
MINARTI MEGASARI TAMPUBOLON²

¹Dosen pada Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu

²Alumni Fakultas Ekonomi Universitas Bengkulu

Financing resource is very important to support firm activities. A number of theories have been proposed to explain financing behavior in companies. This research aims to examine two capital structure theories, static trade off and pecking order theory to explain financing behavior of companies that listed in BEI, specially manufacturing industries. Sample was determined using purposive sampling method. The final sample comprises 97 companies from manufacturing industries that listed in BEI for the 2004 through 2008. There are two hypotheses examined in this research. Researcher used linear regression to test all hypotheses. The results of this research support second hypothesis where target debt showing result positive and significantly. The results of this study show that manufacturing industries tend to use static trade off compared to pecking order theory in decision financing.

Keywords: *capital structure, pecking order, static trade off, long term debt*

LATAR BELAKANG

Irrelevance theory yang dibangun oleh Modigliani dan Miller (1958) merupakan tonggak kelahiran keuangan modern sekaligus merupakan dasar acuan bagi pengembangan teori struktur modal. Dalam *irrelevance theory* dikemukakan bahwa dengan asumsi *perfect capital market*, struktur modal yang digunakan perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Sementara itu, dalam *relevance theory* dikemukakan bahwa melalui penetapan struktur modal yang optimal, yakni berkaitan dengan proporsi penggunaan sumber dana intern dan ekstern dalam memenuhi kebutuhan dana, dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Arifin, 2001).

Struktur modal yang digunakan perusahaan digambarkan dengan memperbandingkan antara hutang jangka panjang (*long term debt*) dengan jumlah modal sendiri (saham) yang digunakan perusahaan (Brealey dan Myers, 2000 dalam Nugroho, 2006). Sampai saat ini, penelitian mengenai struktur modal bertujuan untuk menentukan model yang dapat menjelaskan keputusan pendanaan perusahaan. Literatur keuangan menawarkan dua model bersaing

dalam keputusan pendanaan, yakni *Static Trade Off (STO)* yang dikemukakan oleh Miller (1977) dan *Pecking Order Theory (POT)* yang pertama kali dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). Pendanaan dengan *static trade off* mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang optimal.

Struktur modal yang optimal ini dibentuk dengan menyeimbangkan manfaat dari pengurangan pajak atas penggunaan hutang terhadap kos kebangkrutan (Mayangsari, 2001). Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana pengurangan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*). Biaya kesulitan keuangan adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. Berdasarkan pada teori ini, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. *Static trade off* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara pengurangan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur

modal. Implikasinya, perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak.

Sementara itu, didalam *pecking order theory* tidak terdapat struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Mayangsari (2001) menyatakan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* mendasarkan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal daripada eksternal. Myers (1984) menyatakan bahwa penentuan struktur modal perusahaan dengan *pecking order theory* didasarkan pada keputusan pendanaan secara hierarki dari pendanaan yang bersumber pada laba, hutang, sampai pada saham, yakni dimulai dari sumber dana dengan biaya termurah.

Teori ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil, hal ini sesuai dengan konsep *pecking order theory* dimana perusahaan yang memiliki dana internal yang cukup tidak akan menerbitkan hutang, sehingga tingkat hutangnya kecil (Arifin, 2001). Beberapa peneliti yang telah melakukan penelitian mengenai kebijakan struktur modal terkait dengan teori *static trade off* telah membuktikan adanya perilaku pendanaan berdasarkan *static trade off* diantaranya seperti Darminto (2007); Cotei dan Farhat (2009); dan Sulistyowati (2009). Sementara, beberapa peneliti juga telah membuktikan adanya perilaku pendanaan perusahaan berdasarkan tata urutan sumber pendanaan yakni *pecking order theory* seperti Shyam-Sunder dan Myers (1999); dan Frank dan Goyal (2003) yang mempertimbangkan ukuran perusahaan. Beberapa peneliti lainnya juga melakukan pengujian *pecking order theory* dengan mempertimbangkan kapasitas hutang perusahaan (*firms' debt capacities*) seperti Jong, Verbeek, dan Verwijmeren (2005); Chirinko dan Singha (2000); dan Lemmon dan Zender (2004).

Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian penjelasan di atas, maka

penulis merumuskan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia lebih cenderung menggunakan *pecking order theory* yang didasarkan pada defisit pendanaan?
2. Apakah kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia lebih cenderung menggunakan *static trade off* yang didasarkan pada target *adjusted model static trade off*?

TINJAUAN TEORITIS

Teori Struktur Modal

Teori struktur modal menjelaskan bagaimana pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan (Sembiring, 2008). Bauran hutang dan ekuitas untuk pendanaan perusahaan merupakan bahasan utama dari keputusan struktur modal (*capital structure decision*). Struktur modal pada dasarnya menggambarkan jenis-jenis sumber dana jangka panjang perusahaan yang digunakan untuk mendanai kegiatan investasinya. Struktur modal yang digunakan perusahaan digambarkan dengan memperbandingkan antara hutang jangka panjang (*long term debt*) dengan jumlah modal sendiri (saham) yang digunakan perusahaan (Brealey dan Myers, 2000 dalam Nugroho, 2006).

Modigliani dan Miller adalah pencetus dari teori struktur modal. Tulisan Modigliani dan Miller (1958) yang memodelkan bahwa struktur modal adalah *irrelevant* merupakan tonggak kelahiran keuangan modern sekaligus merupakan dasar acuan bagi pengembangan teori struktur modal (Arifin, 2005). Teori yang dikeluarkan oleh Modigliani dan Miller ini dikenal dengan nama teori struktur modal modern (Model MM Preposisi I tanpa Pajak). Mereka berpendapat bahwa struktur modal perusahaan tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Teori MM tanpa pajak ini tidak membedakan antara perusahaan berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya.

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis

dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pada tahun 1963, Modigliani dan Miller mempublikasikan sebuah artikel untuk memperbaiki model awal mereka dengan memperhitungkan adanya pajak perseroan (akan tetapi tetap mengabaikan pajak perorangan). Untuk selanjutnya model tersebut dikenal dengan sebutan model MM-2 atau model MM dengan pajak perseroan. Model MM-2 yang dipublikasikan tahun 1963 memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi perusahaan dengan lebih baik, akan tetapi belum memperlihatkan situasi perpajakan yang dihadapi oleh para investor. Pada tahun 1977, dalam tulisannya yang berjudul *Debt and Taxes*, Miller mengemukakan sebuah model yang memperhitungkan pajak perorangan. Dalam model tersebut, investor dihadapkan pada dua kemungkinan jenis pajak yaitu pajak perorangan atas ekuitas atau pendapatan dividen, dan pajak perorangan atas hutang atau pendapatan bunga.

Donaldson pada tahun 1961, dan kemudian diikuti oleh Myers (1984) mengemukakan *pecking order theory* yang membahas urutan pembiayaan perusahaan, mulai dari pendanaan internal sampai pendanaan eksternal. Selanjutnya, Miller (1977) mengemukakan sebuah teori struktur modal yang dikenal dengan nama teori *static trade off* dimana penggunaan alternatif sumber dana perusahaan dengan teori ini didasarkan pada *cost* dan *benefit* antara biaya modal dan keuntungan penggunaan hutang yaitu, biaya kebangkrutan dan keuntungan pajak (Christianti, 2006). Ada juga Jensen dan Meckling (1976) yang mengemukakan teori agensi yang berkaitan dengan nilai perusahaan karena adanya konflik antara manajemen perusahaan dan pemegang saham perusahaan.

Kemudian muncul pula *signaling model of financial structure* yang merupakan sebuah model signaling pada struktur modal yang disusun berdasarkan asumsi adanya masalah *asymmetric information* antara manajer dan pemegang saham (Arifin, 2005). Manajer lebih banyak informasi mengenai perusahaan yang sedang dijalankannya dibandingkan dengan pemegang saham luar. Di antara begitu banyak teori yang dikemukakan tentang struktur modal, ada dua teori yang cukup terkenal, yaitu *Static Trade-Off* (STO) dan

Pecking Order Theory (POT).

Static Trade Off

Teori *static trade off* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevance*-nya Modigliani dan Miller dan saat ini merupakan *mainstream* dari teori struktur modal (Arifin, 2005). Mendasarkan pada *static trade off*, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Teori *static trade off* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur modal yang diambil perusahaan (Brealey dan Myers, 1991 dalam Nugroho, 2006). Konsep *static trade off* dalam *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan biaya dari penggunaan utang dalam struktur modal sehingga disebut pula sebagai teori *static trade off*. Teori ini berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika hutang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) ketika hutang meningkat pada sisi yang lain. Teori ini mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *static trade off* antara pengurangan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan mensubstitusikan hutang menjadi ekuitas, atau ekuitas menjadi hutang, sampai mencapai nilai perusahaan yang maksimal. Ketika manfaat pengurangan pajak masih lebih tinggi dibandingkan dengan perkiraan *agency cost* maka perusahaan masih bisa meningkatkan hutangnya dan peningkatan hutang harus dihentikan ketika pengurangan pajak atas tambahan hutang tersebut sudah lebih rendah dibandingkan dengan peningkatan *agency cost*.

Berdasarkan teori ini, perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada struktur modal yang optimal. Titik optimal ini terjadi karena adanya pajak,

sebagai faktor yang mendorong perusahaan meningkatkan hutangnya dan biaya kebangkrutan yang mendorong perusahaan untuk membatasi tingkat hutangnya. Tingkat keuntungan dan pajak suatu perusahaan mempunyai hubungan yang positif, sehingga perusahaan tersebut memiliki motivasi untuk mengurangi pajak perusahaan, yang antara lain dapat dilakukan dengan meningkatkan hutangnya. Dalam hal ini hutang bertindak sebagai *tax shields*, karena dapat mengurangi pajak yang harus dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga kepada pihak yang memberikan hutang. Ada bentuk *tax shields* lain yang dapat membuat arus kas tetap menjadi arus kas internal perusahaan dalam bentuk pengurangan laba, yaitu biaya depresiasi dan amortisasi. *Static trade off* juga membuat suatu prediksi serupa tentang dividen. Perusahaan memaksimalkan nilai perusahaan dengan pemilihan pembayaran dividen yang menyamakan biaya dan manfaat rupiah dari pembayaran dividen yang dibayarkan (Fama dan French, 2000).

Pecking Order Theory

Teori ini pertama kali dikenalkan oleh Donaldson pada tahun 1961 dalam surveinya pada perusahaan di Amerika Serikat, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers (1984). Pada tahun 1984, Myers mengembangkan suatu teori alternatif yang dikenal sebagai *pecking order theory* dalam keputusan pendanaan melalui tulisannya yang berjudul *The Capital Structure Puzzle*, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam keputusan pendanaan. Tata urutan pendanaan muncul jika biaya dari penerbitan sekuritas baru meliputi biaya dan manfaat dari pembayaran dividen dan penerbitan hutang. Myers (1984) di dalam *pecking order theory* menyatakan bahwa permasalahan utama keputusan struktur modal perusahaan adalah informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) di antara manajer dan investor mengenai kondisi internal perusahaan, serta argumentasi bahwa manajer berpihak kepada pemegang saham lama. Kedua permasalahan tersebut menyebabkan perusahaan

memiliki hierarki pendanaan yang dimulai dari arus kas internal, hutang, kemudian saham.

Arifin (2005) menyatakan bahwa *pecking order theory* dapat menjawab beberapa temuan penting yang tidak sesuai dengan *static trade off*. Pertama, temuan bahwa di perusahaan-perusahaan yang tinggi profitabilitasnya adalah perusahaan yang rendah *debt ratio*-nya, sementara *static trade off* menyatakan perusahaan yang tinggi profitabilitasnya mestinya perusahaan yang telah mengoptimalkan porsi hutangnya. Kedua, peristiwa peningkatan porsi hutang selalu berkaitan dengan adanya *positive abnormal return* yang cukup besar bagi pemegang saham, sementara peristiwa penurunan porsi hutang akan mendorong menurunnya harga saham. Ketiga, perusahaan menerbitkan surat hutang secara reguler namun penerbitan saham baru sangat jarang dilakukan perusahaan.

Pecking order theory menyatakan bahwa saham tidak akan pernah diterbitkan karena memiliki permasalahan asimetri informasi yang paling tinggi. Shyam-Sunder dan Myers (1999) menguji teori ini dengan menganalisis hubungan antara defisit pendanaan internal dengan perubahan tingkat hutang perusahaan dan menemukan bahwa kedua variabel tersebut memiliki hubungan satu-satu, yang menunjukkan bahwa defisit pendanaan internal akan selalu dibiayai melalui hutang, dan saham bukan merupakan alternatif pendanaan eksternal yang akan dipilih perusahaan.

Penentuan struktur modal berdasarkan *pecking order theory* dimulai ketika arus kas internal perusahaan tidak cukup (defisit) untuk mendanai investasi real dan deviden, maka perusahaan akan menerbitkan hutang. Chirinko dan Singha (2000) dalam penelitiannya menunjukkan koefisien *PO* secara signifikan lebih kecil dari satu bahkan ketika perusahaan mengambil keputusan pendanaan secara hierarki sesuai dengan *pecking order theory*. Secara rasional, jika deficit perusahaan besar, perusahaan mungkin mempunyai keterbatasan untuk menggunakan hutang (*debt capacity*) dan harus mendanai defisitnya yang tersisa dengan ekuitas. Selain itu, Chirinko dan Singha (2000) juga menyatakan bahwa keterbatasan

untuk menggunakan hutang akan tinggi ketika perusahaan mempunyai *leverage ratio* yang tinggi. Maka dari itu perusahaan mendanai sisa defisit yang tidak bisa didanai oleh penerbitan hutang melalui ekuitas. Penelitian yang sama juga dilakukan oleh Lemmon dan Zender (2004), dengan menggunakan kapasitas hutang perusahaan (*firms' debt capacities*) untuk menguji *pecking order theory*. Lemmon dan Zender (2004) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio hutang pada level rata-rata tidak mempunyai keterbatasan untuk menggunakan hutang.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri manufaktur yang listing di BEI. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria pemilihan sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di BEI sebelum tahun 2003-2009 dan selama periode penelitian tidak mengalami *delisting*.
2. Laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur secara periodik dapat diperoleh di Pusat Referensi Pasar Modal.
3. Data laporan keuangan dilaporkan dalam mata uang rupiah.
4. Perusahaan memiliki hutang jangka panjang.

Identifikasi dan Pengukuran Variabel

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah perubahan penggunaan hutang jangka panjang (ΔD) yang diperoleh dari hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun $t-1$.

Variabel independen dalam penelitian ini adalah defisit dan surplus pendanaan, dan target *debt ratio*.

1. Defisit Pendanaan

Defisit pendanaan diperoleh dari penjumlahan deviden kas perusahaan i tahun t , arus kas investasi perusahaan i tahun t , perubahan *working capital* perusahaan i tahun t , dikurangi arus kas operasi perusahaan i tahun t .

2. Target Debt Ratio

Target *debt ratio* merupakan rasio target hutang yang diperoleh melalui penjumlahan nilai dari rasio nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan, laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset, beban depresiasi terhadap total aset, variabel *dummy* R&D, R&D terhadap total aset, logaritma natural total aset, dan target pembayaran hutang jangka panjang.

Alat pengujian dan Metode Analisis

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan *Kolmogorov-Smirnov* (Uji K-S) dimana data dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *asympt. sig.* > 0.05.

Pengujian autokorelasi dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW-Test). Menurut keputusan ada tidaknya autokorelasi dilihat dari nilai DW yaitu bila nilai DW terletak diantara nilai du dan $4-du$ ($du < DW < 4-du$), maka berarti tidak ada auto korelasi (Ghozali, 2006).

Uji multikolinearitas dalam penelitian ini menggunakan nilai *VIF* dan nilai *tolerance*-nya. Suatu model dikatakan bebas multikolinearitas jika nilai koefisien korelasinya kurang dari 0,90 dan atau memiliki nilai *tolerance* yang tidak kurang dari 0,10 dan memiliki nilai *VIF* yang kurang dari 10 (Ghozali, 2006).

Pada penelitian ini uji heterokedastisitas dilakukan dengan Uji *Park*. Suatu model dikatakan bebas heterokedastisitas jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* > 0.05.

Penelitian ini mereplikasi model penelitian yang digunakan oleh Christianti (2008) dengan beberapa modifikasi yakni:

1. Modifikasi dari Shyam-Sunder dan Myers (1999) dalam model penelitiannya yang tidak membedakan pengaruh antara kondisi finansial defisit dan surplus terhadap perubahan *leverage* perusahaan. Oleh karena itu penelitian ini mencoba untuk membedakan pengaruh antara kondisi finansial defisit dan surplus.
2. Modifikasi dari Chirinko dan Singha (2000) jika defisit perusahaan besar, perusahaan mungkin mempunyai keterbatasan untuk menggunakan hutang dan harus mendanai

defisitnya yang tersisa dengan ekuitas. Oleh karena itu, penelitian ini mencoba membedakan perusahaan dalam empat kondisi finansial yaitu, perusahaan dengan kondisi finansial surplus dan defisit masing-masing dalam 4 kategori yakni: *large*, *medium large*, *medium small*, dan *smallest*.

3. Modifikasi dari Frank dan Goyal (2003) yang menemukan adanya pengaruh ukuran perusahaan terhadap *pecking order theory*. Terkait dengan asimetri informasi, dimana asimetri informasi lebih tinggi pada perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar. Maka dari itu, ukuran perusahaan dibagi menjadi 4 kategori dengan berdasarkan aset perusahaan yaitu *large*, *medium large*, *medium small*, dan *smallest*.
4. Melakukan pengujian perilaku pendanaan berdasarkan *static trade-off* dengan target *adjusted* model.

Pengujian Pecking Order Theory (POT)

Penentuan defisit dan surplus pendanaan perusahaan ditentukan dengan rumus sebagai berikut (Christianti, 2008):

$$DEF = DIVT + IT + \Delta WT - CT$$

Dimana:

DEF = Defisit pendanaan tahun ke t
 DIV = Dividen kas pada tahun ke t
 I = Arus kas investasi tahun ke t
 ΔW = Perubahan *working capital* tahun ke t
 C = Arus kas operasi tahun ke t

Shyam-Sunder dan Myers (1999) dalam Christianti (2008) menguji *pecking order theory* dengan menggunakan model empiris yang berhubungan dengan pendanaan defisit sebagai berikut:

$$\Delta DIT = BPO \cdot DEFIT + EIT$$

Dimana:

ΔDIT = hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun t-1
 β_{po} = koefisien *PO*
 DEF = defisit pendanaan perusahaan i tahun t

Koefisien *slope* memberikan informasi proporsi pendanaan yang didanai dengan hutang jangka panjang untuk setiap peningkatan setiap rupiah defisit dan *pecking order theory* (POT) menyatakan bahwa besarnya koefisien *slope* adalah mendekati satu. Kriteria untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05, maka berarti defisit finansial perusahaan berpengaruh positif terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang.

Untuk melakukan investigasi terhadap perbedaan perilaku perusahaan dengan pendanaan defisit dan surplus selama periode penelitian, digunakan model regresi *pooled data* (Christianti, 2008) sebagai berikut:

$$\Delta DIT = A + B1 \cdot DIT + BPO \cdot DEFIT + EIT$$

Dimana:

ΔDIT = variabel *dummy* yaitu 1 jika $DEFIT < 0$ (deficit), dan 0 jika $DEFIT > 0$ (surplus).
 DEF = defisit pendanaan perusahaan i tahun t
 ΔDIT = hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun t-1.

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti terdapat perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit dan surplus pendanaan.

Untuk melakukan investigasi perbedaan perilaku perusahaan dengan pendanaan defisit dari waktu ke waktu, digunakan model regresi *pooled data* (Christianti, 2008) sebagai berikut:

$$\Delta DIT = A + B1 \cdot DIT + BPO \cdot DEFIT + BSUR \cdot DIT \cdot DEFIT + EIT$$

Dimana:

ΔDIT = variabel *dummy* yaitu 1 jika $DEFIT$ sebelum tahun 2006, dan 0 jika $DEFIT$ setelah tahun 2006

DEF = defisit pendanaan perusahaan i tahun t
 Δ Dit = hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun t-1

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti terdapat perbedaan penggunaan hutang antara perusahaan yang mengalami defisit dan surplus pendanaan dari waktu ke waktu.

Untuk melakukan investigasi perbedaan perilaku perusahaan dengan pendanaan defisit berdasarkan ukuran (*size*) perusahaan, digunakan model regresi *pooled data*. Ukuran (*size*) perusahaan dibagi dalam 4 kategori yakni *large*, *medium large*, *medium small*, dan *smallest* yang diukur dari aset perusahaan. Adapun model penelitian untuk menjawab hipotesis yang keempat adalah sebagai berikut (Christianti, 2008):

$$\Delta \text{DIT} = A + B1 \cdot \text{DIT} + B2 \cdot \text{BIT} + B3 \cdot \text{CIT} + B4 \cdot \text{DEFIT} + \text{EIT}$$

Dimana:

dit = variabel *dummy* yaitu 1 jika ukuran aset merupakan kategori *large*, dan 0 jika ukuran aset termasuk kategori *medium large*, *medium small*, dan *smallest*.
 bit = variabel *dummy* yaitu 1 jika ukuran aset merupakan kategori *medium large*, dan 0 jika ukuran aset termasuk kategori *large*, *medium small*, dan *smallest*.
 cit = variabel *dummy* yaitu 1 jika ukuran aset merupakan kategori *medium small*, dan 0 jika ukuran aset termasuk kategori *large*, *medium large*, dan *smallest*.
 DEF = defisit pendanaan perusahaan i tahun t
 Δ Dit = hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun t-1

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti terdapat perbedaan penggunaan hutang antara jenis ukuran perusahaan industri

manufaktur di BEI.

Estimasi selanjutnya menggunakan ukuran surplus pendanaan untuk menguji POT. Tingkat surplus pendanaan perusahaan dibedakan dengan menggunakan perhitungan kuartil untuk variabel $\text{DEF} > 0$ dalam persamaan (2) yang menghasilkan perbedaan *large surplus*, *medium large surplus*, *medium small surplus*, dan *smallest surplus*. Berikut model estimasinya (Christianti, 2008):

$$\Delta \text{DIT} = A + B1 \cdot \text{DIT} + B2 \cdot \text{BIT} + B3 \cdot \text{CIT} + B4 \cdot \text{SURIT} + \text{EIT}$$

Dimana:

dit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *large surplus*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *medium large surplus*, *medium small surplus*, dan *smallest surplus*.
 bit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *medium large surplus*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *large surplus*, *medium small surplus*, dan *smallest surplus*.
 cit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *medium small surplus*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *large surplus*, *medium large surplus*, dan *smallest surplus*.
 DEF = defisit pendanaan perusahaan i tahun t
 Δ Dit = hutang jangka panjang perusahaan i tahun t dikurangi hutang jangka panjang perusahaan i tahun t-1

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti terdapat perbedaan penggunaan hutang antara jenis ukuran (*size*) surplus perusahaan industri manufaktur di BEI.

Estimasi selanjutnya menggunakan kapasitas hutang untuk menguji POT. Kapasitas hutang perusahaan dibedakan dengan menggunakan perhitungan kuartil untuk variabel $\text{DEF} < 0$ dalam persamaan (2) yang menghasilkan perbedaan *large deficit*, *medium large deficit*, *medium small*

deficit, dan *smallest deficit*. Berikut ini adalah model estimasinya (Christianti, 2008):

$$\Delta DIT = A + B_1 \cdot DIT + B_2 \cdot BIT + B_3 \cdot CIT + B_4 \cdot DEFIT + EIT$$

Dimana:

dit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *large deficit*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *medium large deficit*, *medium small deficit*, dan *smallest deficit*.

bit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *medium large deficit*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *large deficit*, *medium small deficit*, dan *smallest deficit*.

cit = variabel *dummy* yaitu 1 jika DEF merupakan kategori *medium small*, dan 0 jika DEF termasuk kategori *large deficit*, *medium large deficit*, dan *smallest deficit*.

DEF = defisit pendanaan perusahaan *i* tahun *t*

ΔDIT = hutang jangka panjang perusahaan *i* tahun *t* dikurangi hutang jangka panjang perusahaan *i* tahun *t-1*

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti terdapat perbedaan penggunaan hutang antara jenis ukuran (*size*) deficit perusahaan industri manufaktur di BEI.

Pengujian *Static Trade Off* (STO)

Darminto (2007) dalam penelitiannya menyatakan bahwa spesifikasi model untuk menguji *mean reversion* dari *leverage* atau penyesuaian ke arah target *leverage* dilakukan dengan metode *partial adjustment process* yakni sebagai berikut:

$$DIT - DIT-1 = \Delta(DIT^* - DIT-1) + EIT$$

Dimana:

Dit – Dit-1 = hutang jangka panjang perusahaan *i* tahun *t* dikurangi hutang jangka panjang perusahaan *i* tahun *t-1*

Dit* = *target debt ratio* untuk perusahaan *i* pada tahun *t + 1*.

Dit-1 = hutang jangka perusahaan *i* tahun *t-1*

eit = *error term*

δ = tingkat kecepatan penyesuaian terhadap target *leverage*

Fama dan French (2000) menyatakan bahwa target *debt ratio* (Dit*) dirumuskan dalam persamaan regresi sebagai berikut:

$$DIT^* = B_0 + B_1 VT/A_t + B_2 ETT/AT + B_3 DPT/A_t + B_4 RDD_t + B_5 RDT/A_t + B_6 LN(AT) + B_7 TP_{t+1} + E_{t+1}$$

Dimana:

Vt/At = rasio nilai pasar terhadap nilai buku perusahaan

ETv/At = rasio laba sebelum bunga dan pajak terhadap total aset

Dpt/At = rasio beban depresiasi terhadap total aset

RDDt = variabel *dummy* yaitu 1 dan 0 untuk masing-masing perusahaan yang melaporkan dan tidak melaporkan R&D

RDt/At = rasio R&D terhadap total asset

Ln(At) = logaritma natural total aset

TP_{t+1} = hutang jangka panjang perusahaan *i* tahun *t+1*

Dit* = *target debt ratio*

Kriteria pengujian yang digunakan untuk menerima atau menolak hipotesis adalah jika koefisien regresi memiliki nilai *p-value* < 0,05 maka berarti target *debt* berpengaruh positif terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang

HASIL-HASIL PENELITIAN

Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jumlah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah 149 perusahaan. Setelah dipilih berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan, jumlah perusahaan yang dapat diteliti adalah sebanyak 96 perusahaan dengan jumlah observasi sebanyak 477 observasi.

Keterangan mengenai sampel dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1 dibawah.

Pengujian Hipotesis

Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia lebih cenderung menggunakan *pecking order theory* yang didasarkan pada defisit pendanaan. Dalam pengujian hipotesis pertama ini, dilakukan pengujian terhadap 6 persamaan untuk menguji *pecking order theory* (persamaan 2 sampai persamaan 7). Pengujian *pecking order theory* pada persamaan (2) $\Delta \text{Dit} = \beta_{po} * \text{DEFit} + \epsilon_{it}$, bertujuan untuk menguji pengaruh defisit pendanaan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Adapun hasil regresi persamaan 2 disajikan dalam Tabel 2.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 2 dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R2* sebesar 0,055 menunjukkan bahwa 5,5% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel defisit pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 94,5% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F adalah sebesar 28.715 dengan nilai signifikansi $p\text{-value} = 0.000 < 0.05$ menunjukkan bahwa defisit pendanaan mempengaruhi perubahan hutang jangka panjang. Hasil penelitian juga menunjukkan koefisien β_{po} sebesar -0.239 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ yang berarti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan dari variabel defisit dan surplus pendanaan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini

konsisten dengan temuan Christianti (2008) yang menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif defisit pendanaan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Dengan demikian, pengaruh positif defisit pendanaan terhadap perubahan penggunaan hutang, seperti yang dijelaskan dalam *pecking order theory* tidak terbukti.

Pengujian *pecking order theory* pada persamaan (3) $\Delta \text{Dit} / \sigma_i = \alpha(1 / \sigma_i) + \beta_1(\text{dit} / \sigma_i) + \beta_{po}(\text{DEFit} / \sigma_i) + \epsilon_{it}$ bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan perusahaan dengan kondisi surplus. Adapun hasil regresi persamaan 3 disajikan dalam Tabel 3.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 3 di atas dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R2* sebesar 0.658 yang menunjukkan bahwa 65.8% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel defisit pendanaan dan variabel *dummy* defisit dan surplus pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 34.2% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F sebesar 306.414 dengan nilai signifikansi $p\text{-value} < 0.000 < 0.05$.

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien β_{po} sebesar -0.098 dan t-statistik -6.289 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan yang berarti bahwa defisit pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan hutang jangka panjang. Koefisien β_0 sebesar 0.142 dan t-statistik 10.778 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan. Koefisien β_1 sebesar -0.165 dan t-statistik -5.081 dengan

Tabel 1
Sampel Penelitian

Perusahaan Sampel	149 perusahaan	
Jumlah observasi awal	745	100%
Observasi yang dikeluarkan dari penelitian:		
Mengalami delisting selama periode penelitian	5 observasi	0.6%
Laporan keuangan tahunan tidak tersedia	220 observasi	29.5%
Data laporan keuangan tahunan dilaporkan selain mata uang rupiah	40 observasi	5.3%
Tidak memiliki hutang jangka panjang	3 observasi	0.4%
Observasi yang digunakan dalam penelitian	477 observasi	64%

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2011.

Tabel 2
Hasil Pengujian Persamaan 2
(Pengujian *Pecking Order Theory*: Defisit Pendanaan)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
DEF	-0.239	-5.359	0.000*
R ²	0.057		
Adj. R ²	0.055		
F-Statistik	28.715		
Sig.	0.000*		

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan: * signifikan pada level 5%

Tabel 3
Hasil Pengujian Persamaan 3
(Pengujian *Pecking Order Theory*: Defisit dan Surplus)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Konstanta	0.142	10.778	0.000*
DIT	-0.165	-5.081	0.000*
DEF	-0.098	-6.289	0.000*
R ²	0.660		
Adj. R ²	0.658		
F-Statistik	306.414		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

Tabel 4
Hasil Pengujian Persamaan 4
(Pengujian *Pecking Order Theory*: Waktu)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Konstanta	-0.014	-28.673	0.000*
DEF	0.166	2.747	0.006*
DTDEF	-.0220	-3.644	0.000*
R ²	0.757		
Adj. R ²	0.756		
F-Statistik	492.954		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

Tabel 5
Hasil Pengujian Persamaan 5
(Pengujian *Pecking Order Theory*: Ukuran Perusahaan)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Konstanta	0.414	6.632	0.000*
DitSIZE	-0.659	-4.350	0.000*
BitSIZE	-.0587	-6.336	0.000*
CitSIZE	-0.576	-6.171	0.000*
DEF	-1.906	-6.464	0.000*
R ²	0.256		
Adj. R ²	0.249		
F-Statistik	32.549		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan yang berarti bahwa terdapat perbedaan pengaruh dari penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan kondisi keuangan perusahaan yang surplus. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Christianti (2008) yang juga menemukan adanya perbedaan antara penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan kondisi keuangan perusahaan yang surplus.

Pengujian *pecking order theory* selanjutnya bertujuan untuk menguji perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan perusahaan dengan kondisi surplus dari waktu ke waktu dengan persamaan (4) $\Delta \text{Dit} / \sigma_i = \alpha(1 / \sigma_i) + \beta_1(\text{dit} / \sigma_i) + \beta_{po}(\text{DEFit} / \sigma_i) + \beta_{sur}(\text{dit} * \text{DEFit}) / \sigma_i + \epsilon_{it}$. Adapun hasil regresi persamaan 4 disajikan dalam Tabel 4.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 4 dapat dilihat bahwa diperoleh nilai *adjusted R*² sebesar 0,756 yang menunjukkan bahwa 75,6% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel defisit pendanaan dan perkalian *dummy* waktu dengan defisit pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 24,4% dijelaskan oleh variabel lain. Sementara variabel *dummy* waktu dikeluarkan dari persamaan dikarenakan adanya multikolinearitas atau adanya korelasi dengan variabel independen lainnya. Nilai statistik F adalah sebesar 492.954 dengan nilai signifikansi $p = 0.000 < 0.05$ yang menunjukkan bahwa defisit pendanaan dan *dummy* waktu*defisit pendanaan secara bersama-sama mempengaruhi perubahan penggunaan hutang jangka panjang.

Hasil penelitian menunjukkan koefisien β_0 sebesar -0.014 dan t-statistik -28.673 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$. Koefisien β_{sur} sebesar -0.220 dan t-statistik -3.644 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$. Koefisien β_{po} sebesar 0.166 dan t-statistik 4.957 dengan nilai signifikansi $0.006 < 0.05$ yang berarti bahwa defisit pendanaan berpengaruh positif dan signifikan perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Namun tidak terdapat perbedaan pengaruh dari penggunaan

hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan kondisi keuangan yang mengalami surplus dari waktu ke waktu. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Christianti (2008) yang menemukan adanya penggunaan hutang jangka panjang antara perusahaan yang mengalami defisit pendanaan dengan kondisi keuangan yang mengalami surplus dari waktu ke waktu.

Pengujian *pecking order theory* selanjutnya dengan persamaan (5) $\Delta \text{Dit} / \sigma_i = \alpha(1 / \sigma_i) + \beta_1(\text{dit} / \sigma_i) + \beta_2(\text{bit} / \sigma_i) + \beta_3(\text{cit} / \sigma_i) + \beta_4(\text{DEFit} / \sigma_i) + \epsilon_{it}$ bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara berbagai jenis ukuran perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Adapun hasil regresi persamaan 5 disajikan dalam Tabel 5.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 5 di atas dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R*² adalah sebesar 0.249 yang menunjukkan bahwa 24,9% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel *dummy* ukuran perusahaan dan variabel defisit pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 75,1% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F adalah sebesar 32.549 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ yang menunjukkan bahwa *dummy* ukuran perusahaan dan defisit pendanaan secara bersama-sama mempengaruhi perubahan penggunaan hutang jangka panjang.

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien β_{po} sebesar -1.906 dan t-statistik -6.464 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan, namun menunjukkan tanda yang negatif yang berarti bahwa defisit pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Nilai koefisien β_0 sebesar 0.414 dan t-Statistik 5.892 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan. Nilai masing-masing koefisien variabel *dummy* ukuran perusahaan dan t-Statistiknya adalah sebesar 0.659 untuk koefisien β_1 dengan t-statistik -6.965, -0.587 untuk koefisien β_2 dengan t-statistik -8.326, dan sebesar -0.576 untuk koefisien β_3 dengan t-Statistik -6.171.

Semua variabel *dummy* ukuran perusahaan signifikan secara statistik nilai signifikansi 0.000

< 0.05 berarti bahwa terdapat perbedaan pengaruh dari penggunaan hutang jangka panjang untuk semua jenis ukuran perusahaan manufaktur di BEI. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Christianti (2008) menemukan tidak adanya perbedaan penggunaan hutang jangka panjang untuk semua jenis ukuran perusahaan manufaktur.

Pengujian *pecking order theory* selanjutnya dengan persamaan (6) $\Delta \text{Dit} / \sigma_i = \alpha(1/\sigma_i) + \beta_1(\text{dit}/\sigma_i) + \beta_2(\text{bit}/\sigma_i) + \beta_3(\text{cit}/\sigma_i) + \beta_4(\text{SURit}/\sigma_i) + \epsilon_{it}$ bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara berbagai jenis ukuran surplus perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Adapun hasil regresi persamaan 6 disajikan dalam Tabel 6.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 6 dapat dilihat bahwa diperoleh nilai *adjusted R*² sebesar 0.981 yang menunjukkan bahwa 98.1% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel *dummy size* surplus dan variabel surplus pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 1.9% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F adalah sebesar 1613 dengan nilai signifikansi $p = 0.000 < 0.05$ yang menunjukkan bahwa *dummy size* surplus dan defisit pendanaan secara bersama-sama mempengaruhi perubahan penggunaan hutang jangka panjang.

Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien β_0 sebesar 0.014 dan t-statistik 63.884 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan. Nilai masing-masing koefisien variabel *dummy size* surplus dan t-statistiknya adalah sebesar 0.068 untuk koefisien β_1 dengan t-Statistik 16.827, -0.012 untuk koefisien β_2 dengan t-Statistik -62.212, dan sebesar -0.025 untuk koefisien β_3 dengan t-Statistik -10.186. Semua variabel *dummy size* surplus signifikan secara statistik dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan pengaruh dari penggunaan hutang jangka panjang untuk semua jenis *size* surplus perusahaan manufaktur di BEI. Nilai koefisien β_{po} sebesar -0.010 dan t-Statistik -4.655 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan. Namun koefisien *PO* menunjukkan tanda yang negatif artinya bahwa defisit pendanaan berpengaruh negatif

dan signifikan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Christianti (2008) yang juga menemukan adanya perbedaan penggunaan hutang jangka panjang di antara jenis ukuran (*size*) surplus perusahaan manufaktur.

Pengujian *pecking order theory* selanjutnya dengan bertujuan untuk menguji apakah terdapat perbedaan penggunaan hutang jangka panjang antara berbagai jenis ukuran defisit perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, dengan persamaan (7) $\Delta \text{Dit} / \sigma_i = \alpha(1/\sigma_i) + \beta_1(\text{dit}/\sigma_i) + \beta_2(\text{bit}/\sigma_i) + \beta_3(\text{cit}/\sigma_i) + \beta_4(\text{DEFit}/\sigma_i) + \epsilon_{it}$. Adapun hasil regresi persamaan 7 disajikan dalam Tabel 7 diatas.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 7 dilihat bahwa nilai *adjusted R*² adalah sebesar 0.834 yang menunjukkan bahwa 83.4% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel *dummy size* defisit dan variabel defisit pendanaan, sedangkan sisanya sebesar 16.6% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F adalah sebesar 325.098 dengan nilai signifikansi $p = 0.000 < 0.05$ menunjukkan bahwa *dummy size* defisit dan defisit pendanaan secara bersama-sama mempengaruhi perubahan penggunaan hutang jangka panjang.

Hasil penelitian menunjukkan koefisien β_0 sebesar -1.008 dan t-statistik -39.829 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ adalah signifikan. Nilai masing-masing koefisien variabel *dummy size* defisit dan t-statistiknya adalah sebesar 0.598 untuk koefisien β_1 dengan t-statistik 0.586, 0.521 untuk koefisien β_2 dengan t-statistik 30.906, dan sebesar 0.165 untuk koefisien β_3 dengan t-statistik 13.472. Signifikansi variabel *dummy size* surplus adalah signifikan untuk *size medium large deficit* dan *medium small deficit* yaitu $0.000 < 0.05$, namun tidak signifikan untuk *size large deficit* dengan nilai signifikansi $0.558 > 0.05$. Hal ini berarti bahwa terdapat perbedaan pengaruh dari penggunaan hutang jangka panjang untuk jenis *size medium large deficit* dan *medium small deficit*.

Nilai koefisien β_{po} adalah sebesar -3.581 dan t-statistik -40.050 dengan nilai signifikansi 0.000

Tabel 6
Hasil Pengujian Persamaan 6
(Pengujian *Pecking Order Theory: Size Surplus*)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Konstanta	0.014	63.884	0.000*
DitSUR	0.068	16.827	0.000*
BitSUR	-0.012	-62.212	0.000*
CitSUR	-0.025	-10.186	0.000*
SUR	-0.010	-4.655	0.000*
R ²	0.982		
Adj. R ²	0.981		
F-Statistik	1613		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

Tabel 7
Hasil Pengujian Persamaan 7
(Pengujian *Pecking Order Theory: Size Defisit*)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Konstanta	-1.008	-39.829	0.000*
DitDEF	0.598	0.586	0.558
BitDEF	0.521	30.906	0.000*
CitDEF	0.165	13.472	0.000*
DEF	-3.581	-40.050	0.000*
R ²	0.836		
Adj. R ²	0.834		
F-Statistik	325.098		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

Tabel 8
Hasil Pengujian Persamaan 8
(Pengujian *Target Debt*)

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.
Target Debt	0.890	42.651	0.000*
R ²	0.793		
Adj. R ²	0.792		
F-Statistik	1819		
Sig.	0.000*		

Sumber : Data Sekunder Diolah, 2011

Keterangan : * signifikan pada level 5%

< 0.05 adalah signifikan. Namun koefisien *PO* menunjukkan tanda yang negatif berarti bahwa terdapat pengaruh negatif dan signifikan defisit pendanaan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan Christianti (2008) yang tidak menemukan adanya perbedaan penggunaan hutang jangka panjang diantara jenis ukuran (*size*) defisit untuk perusahaan manufaktur di BEI. Berdasarkan hasil pengujian diperoleh koefisien *PO* untuk hampir semua persamaan mempunyai arah negatif. Berarti dapat disimpulkan bahwa defisit pendanaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Sehingga, hipotesis pertama **ditolak**.

Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah kebijakan pendanaan perusahaan manufaktur di bursa efek Indonesia lebih cenderung menggunakan *static trade off* yang didasarkan target *adjusted model static trade off*. Persamaan 8 digunakan dalam menguji hipotesis kedua. Hasil regresi hipotesis kedua (persamaan 8) dapat dilihat pada Tabel 8.

Berdasarkan hasil regresi pada Tabel 8 dapat dilihat bahwa diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 0,792 yang menunjukkan bahwa 79,2% variabel perubahan penggunaan hutang dapat dijelaskan oleh variabel target *debt*, sedangkan sisanya sebesar 20,8% dijelaskan oleh variabel lain. Nilai statistik F adalah sebesar 1819 dengan nilai signifikansi $p\text{-value} = 0.000 < 0.05$. Hasil penelitian menunjukkan nilai koefisien *static trade off* sebesar 0.890 dengan nilai signifikansi $0.000 < 0.05$ yang berarti bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan target *debt* terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang. Dengan demikian, dalam penelitian ini pengaruh positif target terhadap perubahan penggunaan hutang terbukti sehingga, hipotesis kedua **diterima**.

KESIMPULAN

Berdasarkan analisis pengujian hipotesis, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Pengujian hipotesis pertama yang bertujuan

untuk menguji *pecking order theory* dalam menjelaskan kebijakan pendanaan perusahaan, pada hampir setiap persamaan dalam pengujian *pecking order theory* menunjukkan koefisien *PO* yang negatif dan signifikan yang berarti bahwa defisit pendanaan perusahaan berpengaruh negatif terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang perusahaan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan manufaktur di BEI tidak menggunakan *pecking order theory* dalam kebijakan pendanaan perusahaan.

2. Pengujian hipotesis kedua yang bertujuan untuk menguji *static trade off* dalam menjelaskan kebijakan pendanaan perusahaan, menunjukkan koefisien target *debt* yang positif dan signifikan. Hal ini berarti bahwa target *debt* berpengaruh positif terhadap perubahan penggunaan hutang jangka panjang perusahaan. Dapat ditarik kesimpulan bahwa perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia menggunakan *static trade off* dalam kebijakan pendanaan perusahaan.

Keterbatasan

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang disebabkan oleh berbagai faktor. Oleh Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini tidak memasukkan variabel-variabel lain yang diharapkan berpengaruh terhadap kondisi struktur modal perusahaan seperti *earnings volatility*, *tangibility*, dividen, dan pajak.
2. Penelitian ini menggunakan periode pengamatan yang pendek dan hanya terbatas pada sektor industri manufaktur saja.

REKOMENDASI

Adapun saran untuk penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan variabel-variabel lain yang berpengaruh terhadap kondisi struktur modal perusahaan seperti *earnings volatility*, *tangibility*, dividen, dan pajak.
2. Penelitian selanjutnya menggunakan periode

pengamatan yang lebih panjang dan menguji sektor industri lainnya untuk melihat kebijakan struktur modal di sektor lain dikarenakan masing-masing sektor industri memiliki karakteristik yang berbeda-beda yang dapat mempengaruhi kebijakan struktur modal.

Implikasi Hasil Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat membantu manajer dalam mempertimbangkan pengambilan

keputusan untuk menentukan alternatif kebijakan struktur modal perusahaan yang sesuai. Selain itu dapat menjadi masukan wawasan mengenai kebijakan perilaku pendanaan pada perusahaan manufaktur di BEI sehingga membantu investor dalam pengambilan keputusan investasi. Penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan tambahan wawasan mengenai struktur modal khususnya yang berkaitan dengan *static trade off* dan *pecking order theory*.

REFERENSI

- Arifin, Zaenal. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: Ekonisia
- Chirinko, R., Singha, A., 2000. Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models of Capital Structure; A Critical Comment. *Journal of Financial Economics* 58, 417-425.
- Christianti, Ari. 2006. Penentuan Perilaku Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta: Hipotesis Static Trade Off atau Pecking Order Theory. *Symposium Nasional Akuntansi 9 Padang*.
- Christianti, Ari. 2008. Pengujian POT :Pengaruh Leverage terhadap Pendanaan Surplus dan Defisit Pada Industri Manufaktur Di BEI. *The 2nd National Conference UKWMS*.
- Cotei, Carmen., & Farhat Joseph. 2009. The Trade-Off Theory and The Pecking Order Theory: Are They Mutually Exclusive? *Journal Finance and Banking Research*, 3:40-56.
- Darminto. 2007. Pengujian Teori Trade-Off dan Teori Pecking Order dengan satu model dinamis pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal yang tidak dipublikasikan*.
- Fama, E. F., French, K. R., 2000. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt. *Social Science Research Network, Working Paper No. 506*.
- Frank, M., Goyal, V., 2003. Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 67, 217-248.
- Ghozali, Imam. 2006. Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hovakimian, A, Vulanovic, M, 2007, Corporate Financing of Maturing Long Term Debt, www.ssrn.com/abstract=1137972.
- Indriantoro, Nur., Supomo, Bambang., 2002. Metodologi Penelitian Bisnis: untuk Akuntansi dan Manajemen. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 306-65.
- Lemmon, M., Zender, J., 2004. Debt capacity and tests of capital structure theories. *Unpublished working paper, University of Utah*.
- Jong, Abe de., Verbeek, Marno., Verwijmeren, Patrick., 2005. Testing The Pecking Order Theory: The Impact of Financing Surpluses and Large Financing Deficits. *Unpublished working paper, RSM Erasmus University*.
- Mayangsari, Sekar. 2001. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Keputusan Pendanaan Perusahaan : Pengujian Pecking Order Hypothesis. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi. Vol. 1 No. 3 Desember 2001, Hal 1-26*.
- Miller, M., 1977. Debt and taxes. *Journal of Finance* 32, 261-275.
- Modigliani, F., Miller, M., 1958. The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment. *American Economic Review* 48, 261-297.
- Modigliani, F., Miller, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53, 433-443.

- Myers, S., 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39, 575-592.
- Myers, S. C., Majluf, N. S., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.
- Nugroho, Asih. 2006. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan Properti yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta untuk Periode Tahun 1994 – 2004*. Skripsi UNDIP.
- Indrianto, Nur., Supomo, Bambang., 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Management*. BPFE: Yogyakarta.
- Prastowo, Nugroho., Chawwa, Tevy., 2009. Kondisi Pasar Keuangan dan Implikasinya Terhadap Animo Penerbitan Saham dan Obligasi Korporasi. *Working Paper Bank Indonesia*.
- Rahmayanti, Hanindita. 2008. *Pengaruh kepemilikan institutional dan Karakteristik keuangan terhadap Keputusan pendanaan*. Tesis UNDIP.
- Sa'diyah, Anisa'u. 2007. *Pengaruh asset tangibility, size, growth, profitability, dan earning volatility terhadap leverage pada perusahaan manufaktur di BEJ: Dengan pengujian pecking order theory atau static trade off*. Skripsi UII.
- Sanjoyo. 2008. *Pelatihan Basic Econometrics*. Jurnal tidak dipublikasikan Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. BPFE: Yogyakarta.
- Sembiring, Seniwati. 2008. *Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Kebijakan Pendanaan terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Bisnis Property di Bursa Efek Jakarta*. Thesis USU.
- Sulistiyowati, Wiwit. 2009. *Penentuan Kebijakan Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal tidak dipublikasikan.
- Syam-Sunder, L., Myers, S., 1999. Testing Static Trade Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 51, 219-244.
- Titman, S., Wessels, R., 1988. The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance* 43, 1-19.
- Pithaloka, Nina. 2009. *Pengaruh Faktor-Faktor Intern Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang: Dengan Pendekatan Pecking Order Theory*. Skripsi UNILA.
- Yustiana. 2010. *Analisis Pengaruh Return On Investment, Fixed Assets Ratio, Firm Size dan Rate of Growth terhadap Debt to Equity Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2007*. Tesis UNDIP